电商导购龙头，扩充内容形式、拓品类、发展站外流量

——值得买(300785) 公司首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

- **国内领先的消费内容平台**

值得买是国内领先的消费内容平台。网站 smzdm.com 于 2010 年上线，2012 年推出移动端 APP，2017 上线“千人千面”推荐技术，2019 年 7 月 15 日公司登陆 A 股资本市场。截至 2020 年 6 月底，什么值得买平台月活跃用户数达到 2,978.25 万，2019 年全年实现 GMV151.07 亿。

- **电商导购行业：品效合一，内容类平台占比持续提升**

2019 年我国在线导购行业引导成交 GMV 达到 1187.4 亿，电商导购商业核心在于解决商家流量和销售增长的压力，为品牌主提供“品效合一”的营销渠道，同时满足消费者的追求最优价格的需求并解决信息过剩的痛点。目前电商导购平台可大致分为价格类导购和内容类导购两类，随着电商行业的发展，导购平台的方向由物转移到人（达人/KOL），从价格走向内容导向，内容类平台的市场份额持续提升。格局上，第一梯队代表值得买、淘粉吧、返利网 GMV 过百亿，用户规模过千万。第二梯队代表如识货、有货等，GMV 在 50-100 亿。

- **公司：以消费内容构建核心壁垒，变现能力强**

值得买是国内消费内容平台龙头，核心能力体现在内容、用户和变现三个维度。内容上，公司搭建一套基于 UGC 内容为核心的内容生产体系，社区价值凸显。用户上，依靠优质内容、精细化运营以及良好的拉新策略，公司用户基础不断扩大，用户活跃度和互动性持续提升。变现能力上，公司主要变现模式为广告+佣金，由于消费内容距离用户最终的商品成交环节很近，整体变现效率较高，持续地受益于广告主和平台的流量焦虑、效果广告预算占比的增加。站内方面，公司通过品类扩张，整体 GMV 和佣金率具备较大的增长潜力，同时公司发力站外流量生态，升级星罗平台、尝试 MCN/抖音小店代运营等方向，变现能力持续提升。

- **投资建议与盈利预测**

我们预计公司 2020/2021/2022 营业收入分别为 8.89/ 11.68/14.60 亿，归母净利润分别为 1.58/2.10/2.57 亿，EPS 分别为 1.98/2.63/3.23 元，对应 PE 分别为 58/43/35x，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示**

行业竞争加剧；头部客户流失风险；新品类拓展不及预期。

附表：盈利预测

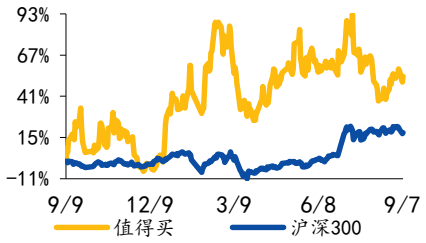
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	507.59	662.03	888.63	1168.14	1460.57
收入同比(%)	38.31	30.42	34.23	31.45	25.03
归母净利润(百万元)	95.72	119.03	157.61	209.73	257.61
归母净利润同比(%)	10.99	24.35	32.41	33.07	22.83
ROE(%)	29.21	15.85	17.40	18.80	18.76
每股收益(元)	1.20	1.49	1.98	2.63	3.23
市盈率(P/E)	94.60	76.08	57.45	43.18	35.15

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	208.49 / 102.0
A 股流通股（百万股）：	22.89
A 股总股本（百万股）：	80.58
流通市值（百万元）：	2600.65
总市值（百万元）：	9154.38

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　李典
执业证书编号　S0020516080001
电话　021-51097188-1866
邮箱　lidian@gyzq.com.cn

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目 录

1. 值得买：聚焦消费内容，国内电商导购龙头 4
2. 财务分析：营收与净利润高增长，盈利能力强 7
3. 电商导购行业：品效合一，内容类平台价值凸显 14
4. 公司分析：以优质消费内容构建核心壁垒，变现能力强 18
4.1 内容：直击消费内容变现效率高，UGC 内容运营构建核心优势，社区价值凸显 19
4.2 用户：用户增长提速，活跃度提升明显 23
4.3 变现：站内拓展品类，站外构建流量生态、切入代运营、MCN 25
5. 估值分析与投资建议 28
6. 风险提示 28

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：值得买月活跃账户数（万）及增速 4
图 3：值得买累计注册帐户数（万）及增速 4
图 4：值得买 GMV（亿元）及增速 5
图 5：公司股权结构（2020 年中报） 5
图 6：值得买营业收入（百万）及增速 7
图 7：值得买归母净利润（百万）及增速 7
图 8：值得买主营业务收入结构（百万） 7
图 9：值得买导购佣金收入（百万）及增速 9
图 10：值得买广告收入（百万）及增速 9
图 11：值得买实现 GMV（亿）及增速 9
图 12：值得买主要电商平台 GMV（亿）及复合增速 9
图 13：值得买主要电商平台导购佣金率（%） 10
图 14：值得买主要电商平台佣金收入占比（%） 10
图 15：值得买展示类广告主要位置平均售价（万元/天/位置）及售出比例（%） 10
图 16：值得买主要广告位置单价（万/天） 11
图 17：值得买主要广告位置售出比例（%） 11
图 18：值得买单季度营业收入（百万）及增速 11
图 19：值得买营业成本构成（%） 12
图 20：值得买分业务毛利率（%） 12
图 21：值得买整体毛利率及净利润率（%） 12
图 22：值得买期间费用率（%） 13
图 23：2016-2021E 国内在线导购行业 GMV 规模（亿） 14
图 24：2016-2021E 国内在线导购行业营收规模（亿） 14
图 25：国内在线导购行业发展历程 15

图 26：国内在线导购平台行业产业链分析 15
图 27：国内电商导购平台类型 16
图 28：价格类导购平台（返利网）和内容类头部平台（值得买）收入对比（百万） 16
图 29：内容类和价格类市场占比情况（%） 16
图 30：值得买的核心分析框架 19
图 31：值得买“好价”频道某品牌电火锅优惠推荐展示 19
图 32：值得买内容生态体系运营逻辑 20
图 33：值得买内容发布量（万条）及增速 20
图 34：值得买内容类型结构（%） 20
图 35:值得买平台金币奖励获得方式以及可兑换商品情况(换购商品统计时间：2020 年 7 月 2 日） 21
图 36：2016-2018 年值得买 GMV 转化率 22
图 37：值得买单篇内容互动次数及增速 22
图 38：值得买短视频和直播内容 23
图 39：值得买注册账户总数（万）及增速 23
图 40：值得买月平均活跃用户数（万）及增速 23
图 41：值得买移动端 App 激活量（万）及增速 24
图 42：小红书 MAU（万） 24
图 43：值得买移动端单用户平均停留时长（分钟）及增速 24
图 44：值得买移动端单用户平均每日启动次数及增速 24
图 45：2016-2020H1 公司市场推广费用（万）及增速 25
图 46：2016-2020H1 公司金币兑换费用（万）及增速 25
图 47：值得买生活频道情况 25
图 48：星罗平台业务模式 26
图 49：星罗与华熙生物合作-抖音投放 26
图 50：星罗商品库 27
图 51：值得买站外服务案例 27

表 1:2020 年值得买非公开发行股票募集资金预案(二次修订稿)(单位:亿元） 6
表 2：2020 年值得买限制性股票激励计划草案内业绩解锁目标 6
表 3：公司业务简介 8
表 4：国内行业主要导购平台性质和运营情况（2019 年，除标注） 17
表 5：国内主要内容/价格导购平台差异化比较 18
表 6：值得买与同类导购平台内容采纳奖励情况（元） 21
表 7：值得买用户、内容、品牌商审核制度主要内容 22

1. 值得买：聚焦消费内容，国内电商导购龙头

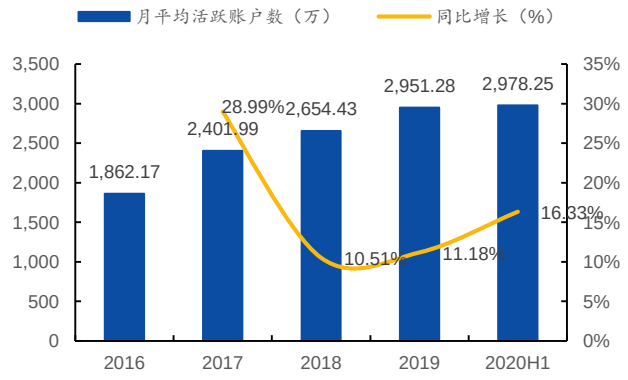
值得买是国内领先的消费内容平台。网站 smzdm.com 于 2010 年上线，2012 年推出移动端 APP，2013 年起平台陆续上线原创内容、消费众测、商品百科、生活服务等板块，丰富社区内容维度。2016 年推出互联网效果营销服务业务以及海淘代购业务。2017 上线“千人千面”推荐技术，2019 年 7 月 15 日公司登陆 A 股资本市场。2020 年在图文内容的基础上，加大对于视频、短视频、直播等内容形式的探索和尝试。4 月 30 日，公司披露非公开发行股票预案，拟募集资金不超过 7.285 亿，用于内容平台升级、多元化消费类 MCN 项目、消费互联网研究院及补充流动资金。

图 1：公司发展历程

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

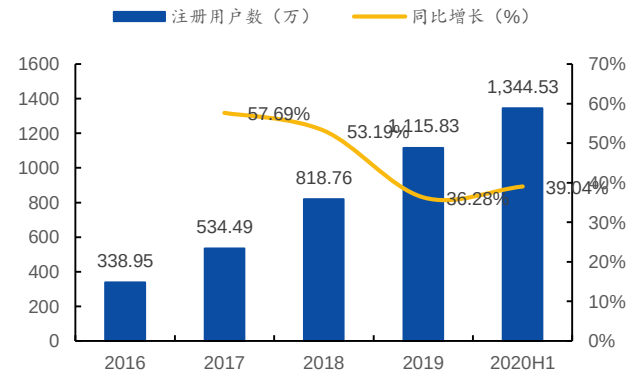
截至 2020 年 6 月底，什么值得买平台月活跃用户数达到 2,978.25 万，累计注册账户数 1,344.53 万。2020 年上半年实现净交易额（确认 GMV）90.99 亿，2020 年 618 大促当天实现净交易额 10.02 亿。

图 2：值得买月活跃账户数（万）及增速



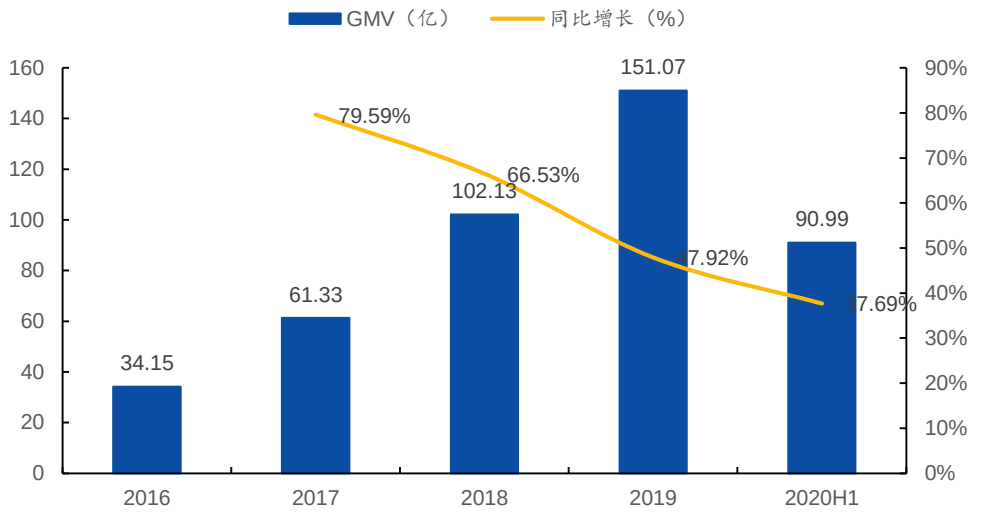
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 3：值得买累计注册帐户数（万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

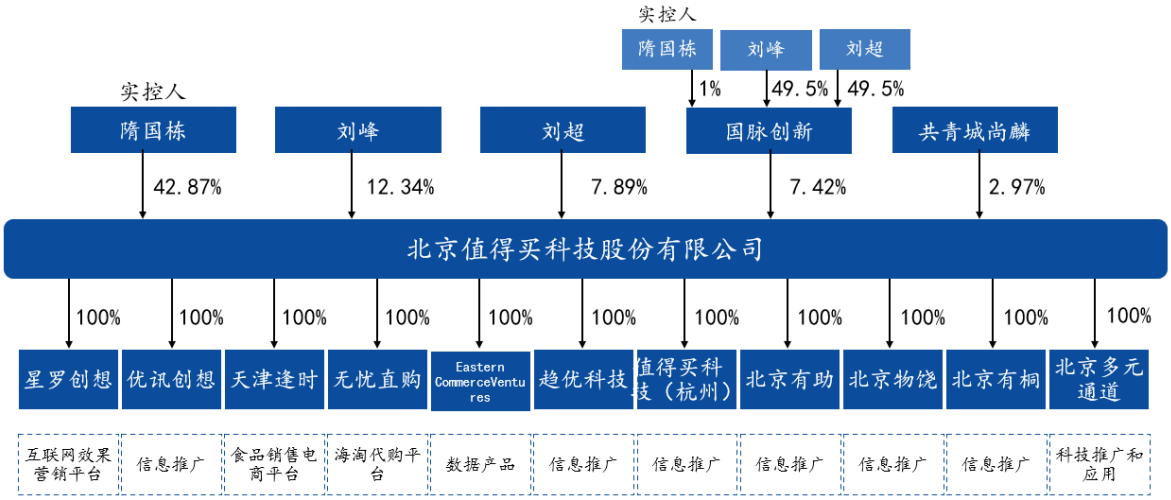
图 4：值得买 GMV（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

股权结构方面，公司创始人、董事长、CEO 隋国栋为公司实际控制人，合计控股 50.29%，其中直接持股比例 42.87%，通过国脉创新间接控制 7.42%的股份（隋国栋为国脉创新实际控制人）；联合创始人刘峰持股 12.34%，担任公司首席技术官、董事；联合创始人刘超持股 7.89%，担任首席用户体验官、董事。

图 5：公司股权结构（2020 年中报）



资料来源：公司 2020 年中报，国元证券研究中心

2020 年上半年，公司发布非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过 7.285 亿。计划用于内容平台升级、多元化消费类 MCN、消费互联网研究院三大项目以及补充流动资金，在现有图文内容中加入短视频和直播，开展 KOL 多渠道推广业务，逐步

完善营销产业链布局。目前方案已通过深交所审核，正在报送证监会履行相关注册程序。

表 1：2020 年值得买非公开发行股票募集资金预案（二次修订稿）（单位：亿元）

项目名称	内容概述	预计投资总额（亿）	拟使用募集资金	
			金额（亿）	占比（%）
1 内容平台升级项目	在值得买现有频道和产品功能的基础上，增设直播、短视频频道和功能，丰富内容平台展现形式	7.12	3.74	51.32%
2 多元化消费类 MCN 项目	孵化和签约优秀 KOL，在国内主要电商、短视频平台进行消费内容推广	1.83	0.61	8.35%
3 消费互联网研究院项目	进行消费互联网领域的深度研究，联合行业伙伴共同打造消费互联网智库平台	1.57	0.75	10.33%
4 补充流动资金项目	补充流动资金	2.19	2.19	30.00%
合计		12.70	7.29	100.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2020 年公司发布股权激励计划，向 89 名激励对象授予 79.51 万股，对应解除限售条件为 2020/21/22 年净利润较 2019 年增长 25%/50%/75%。2020 年 5 月，公司完成股权激励首次授予，授予价格 72.79 元/股，激励对象共 89 人。激励对象包括执行总裁邱玉栋（占首次授予比重 8.04%）、董秘柳伟亮（占比 4.28%）、首席财务官李楠（占比 3.77%）以及 86 名核心技术及业务人员（占比 83.91%）。本次限售期分别为自授予上市之日起 12 个月、24 个月、36 个月，解除限售条件为公司 2020/21/22 年净利润分别达 1.49/1.79/2.08 亿，同比增速 25%/20%/17%（已换算）。

表 2：2020 年值得买限制性股票激励计划草案内业绩解锁目标

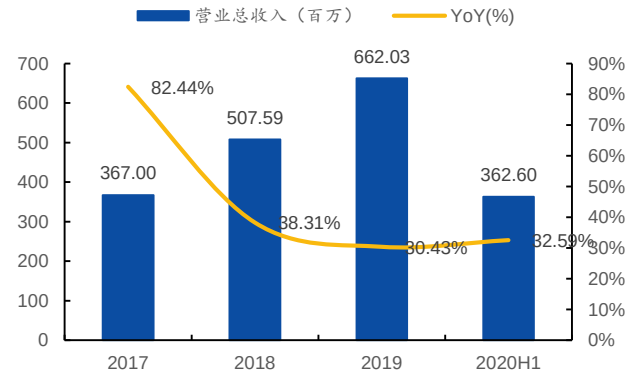
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润（亿）	1.19	1.49	1.79	2.08
基于 2019 年净利润增速（%）		25.00%	50.00%	75.00%
同比增速（%）	22.00%	25.00%	20.00%	16.67%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2. 财务分析：营收与净利润高增长，盈利能力强

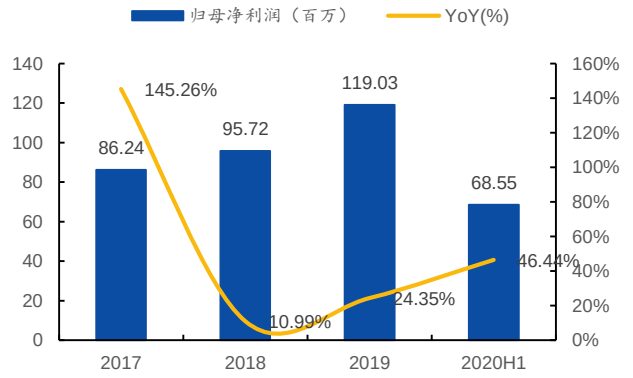
营收高速增长，三年营收复合增长率 48.75%。2019 年公司实现营业收入 6.62 亿元，同比增长 38.31%，2016-2019 年收入复合增速高达 48.75%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 24.36%，三年复合增速高达 50.15%。2020 年上半年，公司继续保持高增长，实现营业收入 3.63 亿，同比增长 32.59%，归母净利润 0.69 亿，同比增长 46.44%。其中互联网营销业务同比增长 64.05%，信息推广业务同比增长 17.89%。

图 6：值得买营业收入（百万）及增速



资料来源：wind，国元证券研究中心

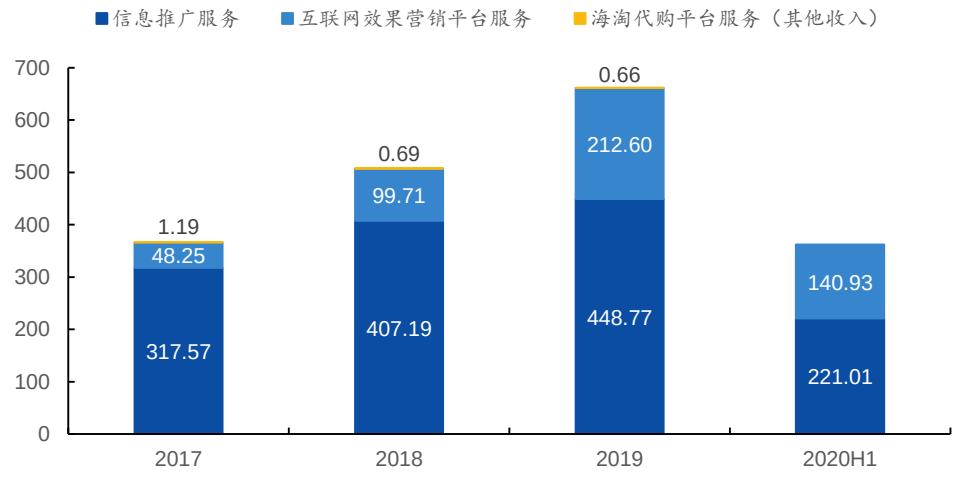
图 7：值得买归母净利润（百万）及增速



资料来源：wind，国元证券研究中心

分产品看，公司营业收入主要包括信息推广服务以及互联网效果营销平台服务两大块。其中信息推广业务又分为电商导购佣金收入和广告展示收入两部分，而互联网效果营销业务则基于公司推出的星罗广告联盟 LinksStars，链接电商、品牌和联盟媒体，目前 LinkStars 发布的绝大部分广告需求由母公司承接推广。2020 年 H1 公司信息推广服务收入 2.21 亿，同比增长 17.89%，占主营业务比重 61.06%，互联网效果营销平台服务收入 1.41 亿，同比增长 64.05%，占主营业务比重 38.94%。

图 8：值得买主营业务收入结构（百万）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：2019 年，公司主营业务收入中，其他收入 659,908.37 万，占比 0.10%。2017、2018 年的海淘代购平台服务业务收入，归为其他收入。

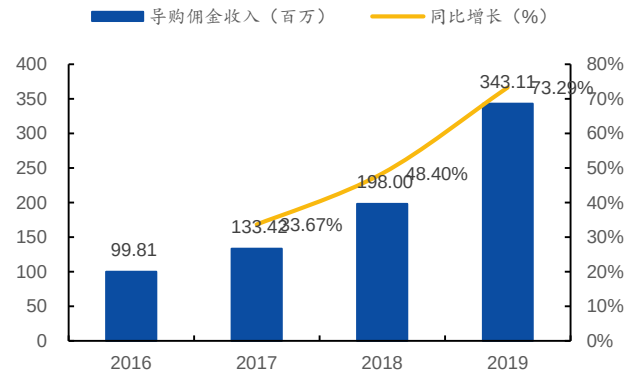
表 3：值得买业务简介

	信息推广服务		互联网效果营销平台业务
	广告展示业务	电商导购业务	
业务模式	年初与主要客户签订年度框架，明确合作合作范围，投放金额、返点政策、广告配送比及支付方式等，具体根据合同及排期表确认广告投放时间、金额和结算方式。	用户在值得买网站及 APP 浏览并获取优惠信息后，通过优惠信息页面的商品或服务进入电商、品牌的网站下单购买。公司抽取一定比例电商导购佣金收入。	与广告主双方签订 CPS 营销服务协议，约定佣金结算比例和结算方式。取得广告主佣金后，扣除 10%（2017 年新接广告主 20%）的平台服务费后，向合作媒体支付。目前主要由值得买母公司承接广告需求。
收入确认	收入主要模式： ①按天计价，占比较高，根据广告刊例价和排期表，按广告发布进度确认收入 ②按照点击量和销售量计算广告展示收入。取得双方确认效果的结算单时确认收入 ③消费众测广告服务，收取服务费，完成众测结案报告时确认收入。	根据 CPS 合作协议，按月和联盟平台结算，无联盟平台每月固定时间对账结算佣金。	月末根据公司数据中心提取和统计当月订单信息和月末数据，按历史经验估计订单折算率后确认当月收入。（2016 年末，公司将京东的主要导购业务转移到了星罗创想平台）

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

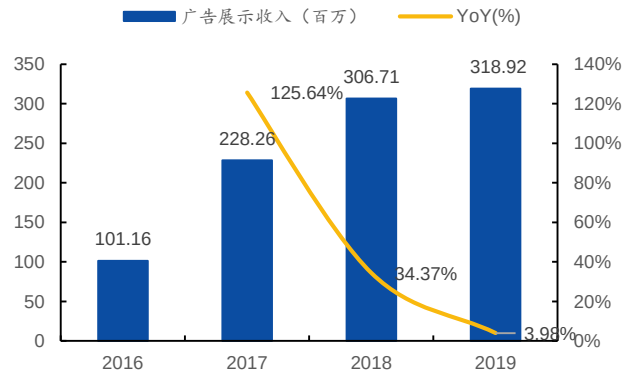
从业务实质上，公司业务分为广告和佣金收入两种模式，2019 年电商导购佣金收入占比超比超过 50%，同比增长 73.29%。星罗创想平台成立后，公司将部分客户（如京东）业务转移到子公司星罗创想，由星罗创想在平台上发布广告需求，而该部分广告需求大部分由母公司承接推广，因而该部分业务实质与信息推广业务中的电商导购佣金是一致的。从收入实质上，公司业务分为电商导购佣金收入及广告展示收入两大类。还原后，公司电商导购佣金收入 2017、2018、2019 年 1.33 亿、1.98 亿和 3.43 亿，占营业收入比重分别为 36.35%、39.01%和 51.83%。广告收入 2017、2018、2019 年分别为 2.28 亿、3.07 亿、3.18 亿，占比分别为 62.20%、60.42%及 48.17%。2020H1，公司广告和佣金收入占比接近 1:1，其中广告业务受到疫情的影响，增速快于佣金增速。

图 9：值得买导购佣金收入（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

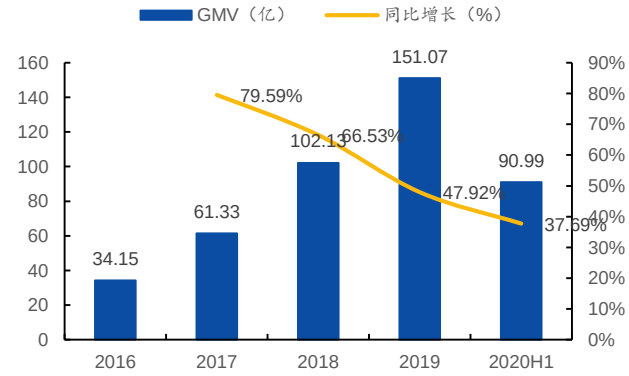
图 10：值得买广告收入（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

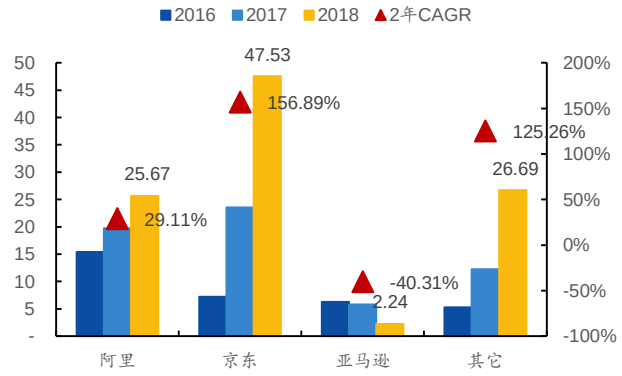
细分看佣金收入方面，GMV 高增长带动佣金收入增长，公司综合佣金率 2019 年达到 2.41%。佣金收入=GMV*佣金率，2017、2018、2019 年、2020H1 公司实现 GMV 分别为 61.33 亿、102.13 亿、151.07 亿、90.99 亿，保持高增长。其中京东平台 GMV 占比最高，且增长迅速，2018 年京东 GMV 约为导向阿里 GMV 的两倍，贡献 GMV 最大增量。来自其他电商平台和品牌商的贡献也在迅速上升，2020 年上半年公司导向拼多多的 GMV 增速超过 100%，苏宁、小米有品等平台也在快速增长。佣金率方面，公司综合佣金率 2019 年稳中有升，达到 2.41%，佣金率主要受品类占比影响较大，数码电脑类的佣金率较低，个护化妆品、家居家装等品类相对较高。

图 11：值得买实现 GMV（亿）及增速



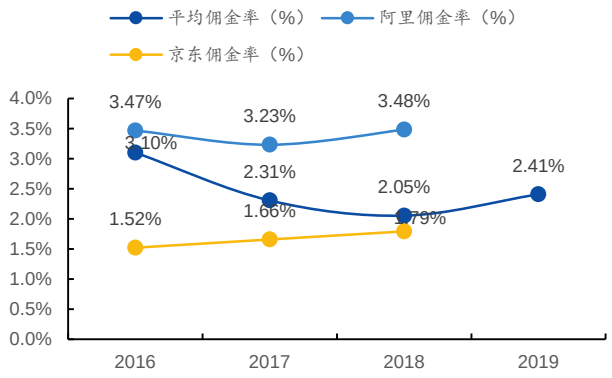
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 12：值得买主要电商平台 GMV（亿）及复合增速



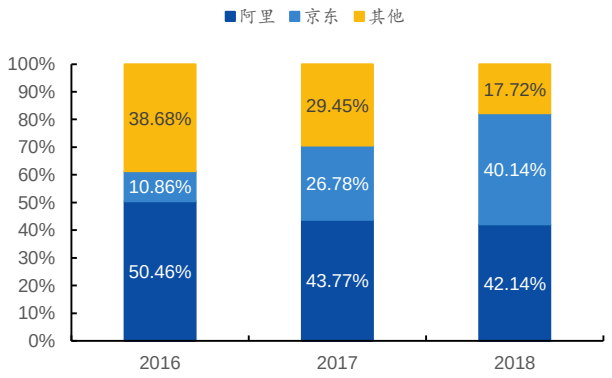
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 13：值得买主要电商平台导购佣金率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

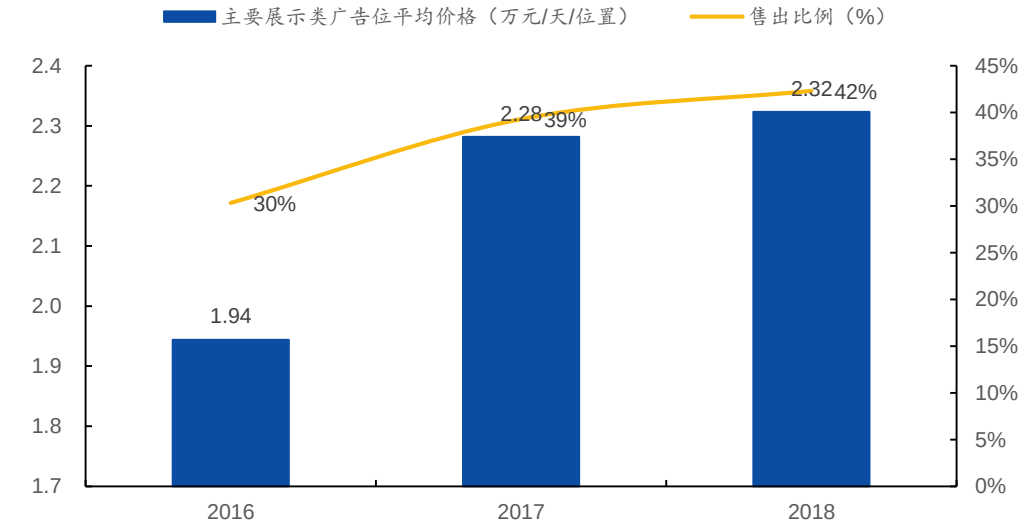
图 14：值得买主要电商平台佣金收入占比（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

广告收入方面，售出比及广告单价提升带动按天展示广告收入同比增长，同时疫情影响下，ROI 类广告增速较快，占比提升。公司广告位单价与售出比水平相关，2016-2018 年平台广告位平均售价与售出比例共同上升推动按天展示类广告收入增长。2019 年公司广告售出比超过 60%，持续提升。同时由于整体值得买的平台距离销售转化更近，疫情下品牌对于线上销售渠道的倚重加强，ROI 类广告快速增长，占比持续提升。

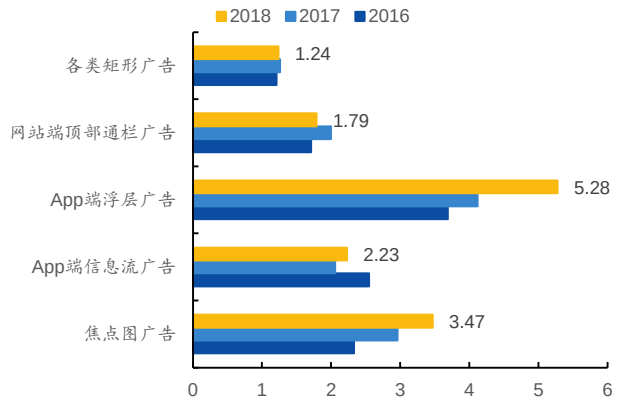
图 15：值得买展示类广告主要位置平均售价（万元/天/位置）及售出比例（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

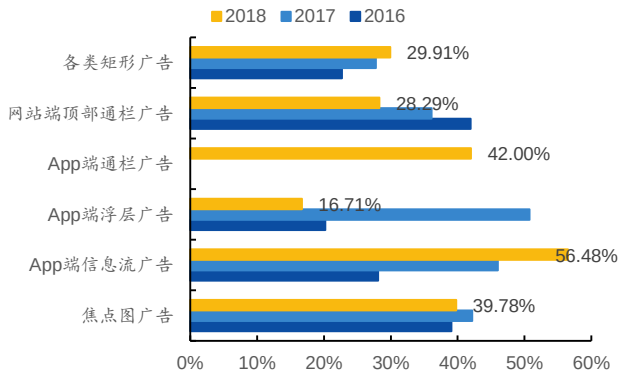
注：主要位置平均售价=各主要位置实际广告展示天数*广告位置单价加总/主要位置可共展示天数总和*100%；主要位置售出比例=主要位置实际展示广告天数总和/主要位置可共展示天数总和*100%；主要广告位置包括：焦点图广告、App 端信息流广告、App 端浮层广告、网站端顶部通栏广告、各类矩形广告

图 16：值得买主要广告位置单价（万/天）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

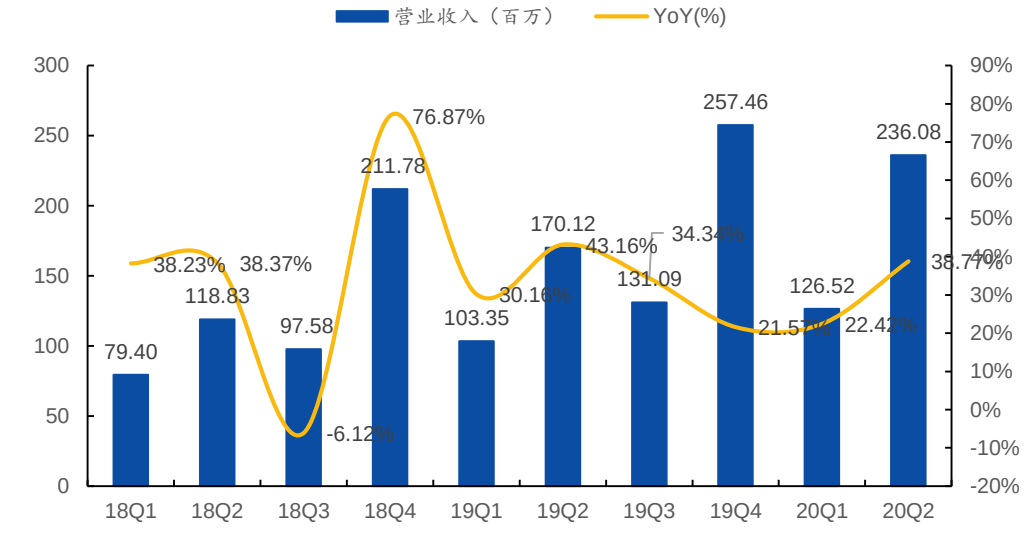
图 17：值得买主要广告位置售出比例（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司营业收入存在一定季节性波动，第四季度为传统旺季。由于公司整体业务收入和电商销售联系较为紧密，因而存在一定的季节性，其中由于四季度涵盖国庆节、双十一、双十二、圣诞购物季等节日，四季度收入占比相对较高，是电商导购行业的传统旺季。公司 2019 年 Q4 占全年收入比重为 38%。

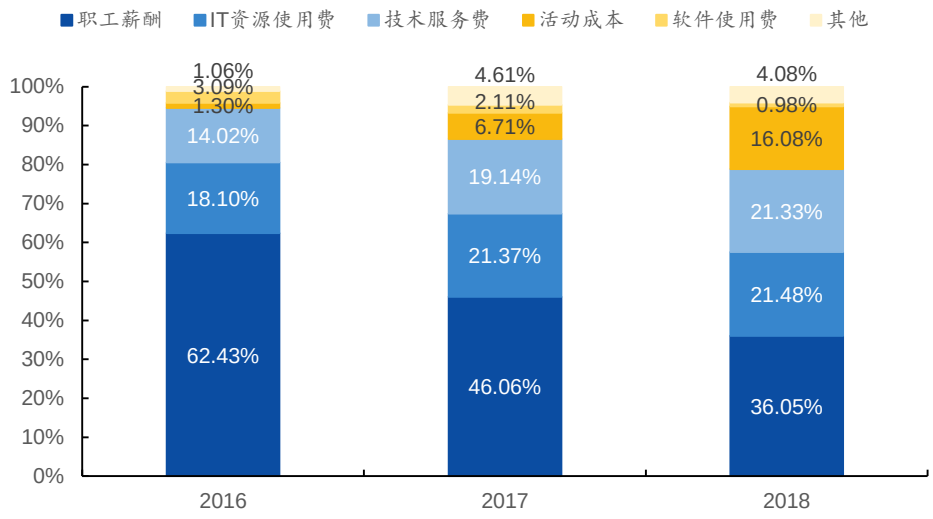
图 18：值得买单季度营业收入（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

营业成本方面，公司营业成本主要包括职工薪酬（运营人员）、IT 资源使用费、技术服务费、活动成本（应客户需求举办活动）以及软件使用费。其中技术服务费为阿里妈妈平台收取的淘宝技术服务费（电商导购佣金的 10%）和为客户向第三方媒体采购的推广资源。

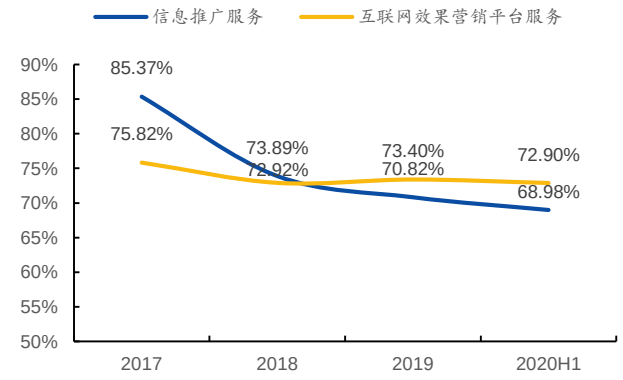
图 19：值得买营业成本构成（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

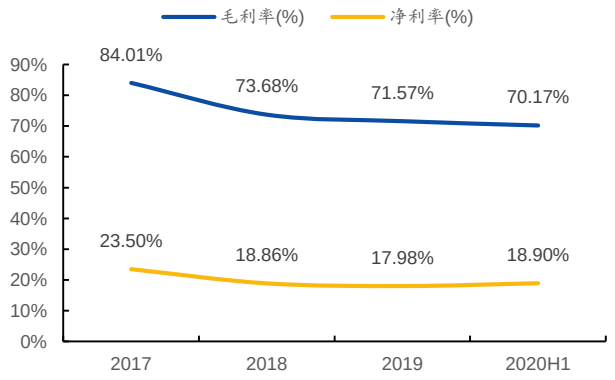
公司毛利率与净利率小幅波动，维持较高水平。2020H1 公司销售毛利率 70.17%，净利润率 18.90%。受新收入准则调整影响毛利率略有下降。

图 20：值得买分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

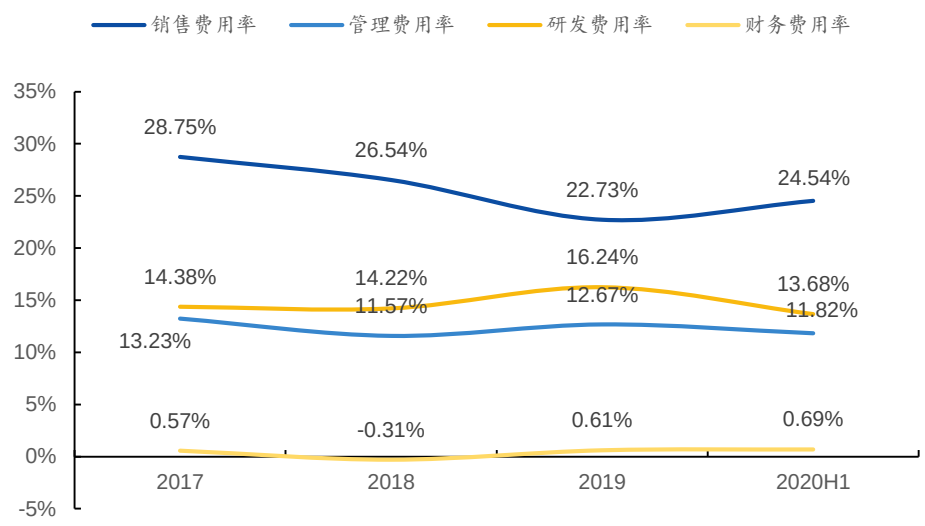
图 21：值得买整体毛利率及净利润率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

期间费用方面，其中公司销售费用率 24.54%，较 2019 年提升 1.81Pct.,公司加大推广力度，增加销售费用投入。管理费用率 11.82%，研发费用率 13.68%，财务费用率 0.69%。

图 22：值得买期间费用率（%）

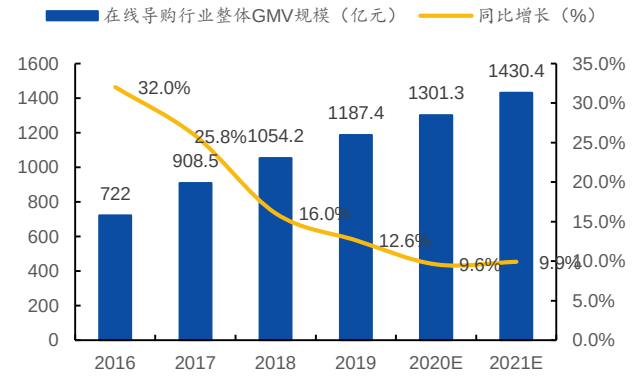


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3. 电商导购行业：品效合一，内容类平台价值凸显

2019 年电商导购行业引导成交 GMV 过千亿。电商导购平台通过比价、返利、消费内容吸引用户，聚合流量，并引导消费者到电商平台完成商品最终成交。根据艾瑞数据，2019 年我国在线导购行业 GMV 规模 1187.4 亿，预计 2021 年达到 1430.4 亿。2019 年我国在线导购行业营收规模 55.30 亿（仅计算广告与佣金收入，剔除自建电商部分），预计 2021 年增长至 75.2 亿。

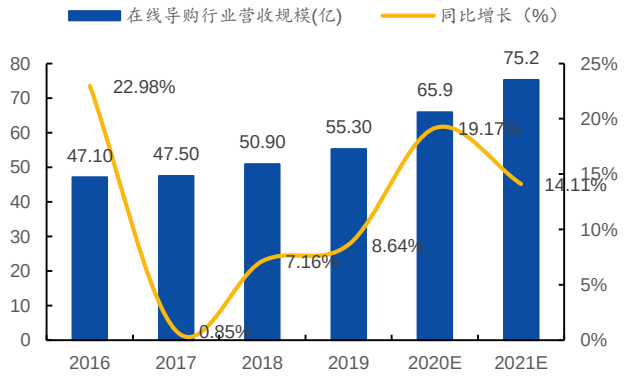
图 23：2016-2021E 国内在线导购行业 GMV 规模（亿）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

注：在线导购 GMV 指用户通过导购平台进入电商平台并下单成交的商品总额，未剔除退货影响；统计口径：只包含导购分享网站导购佣金收入、营销收入和 API 接入收入，不包含自营收入

图 24：2016-2021E 国内在线导购行业营收规模（亿）

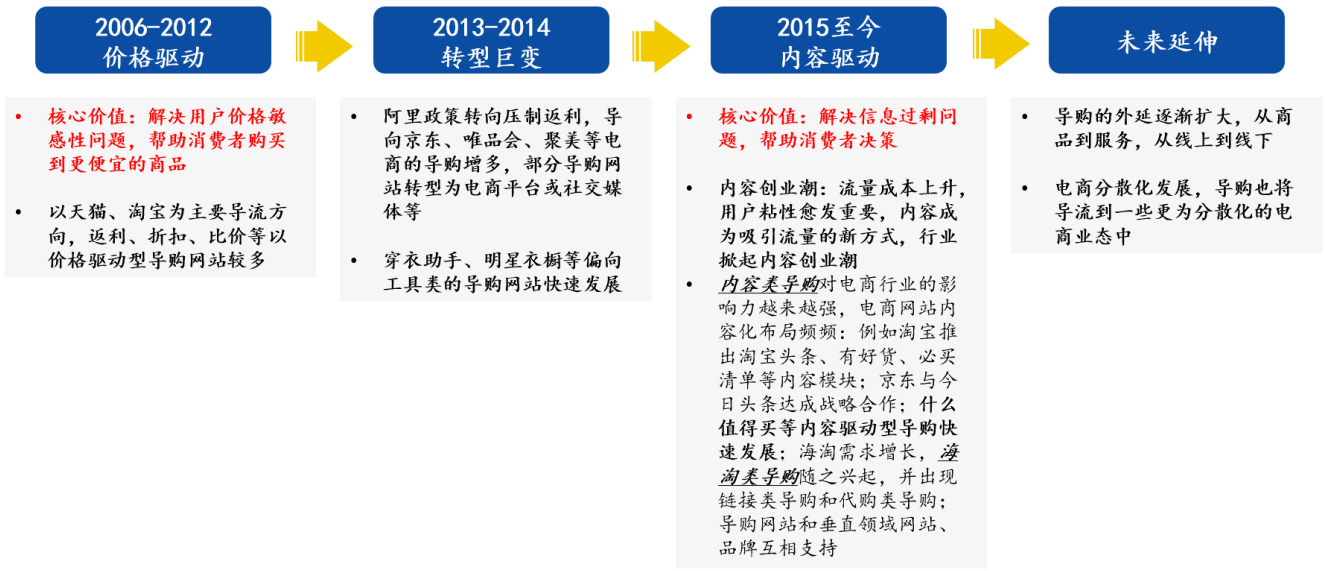


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

注：统计口径只包含导购分享网站导购佣金收入、营销收入和 API 接入收入，不包含自营收入

2006 年至今行业发展经过三个阶段：2006 年至 2012 年，电商平台处于发展的红利期，大量导购玩家涌入，行业繁荣发展。这一阶段电商导购平台多以返利、折扣和比价功能为主，解决用户价格敏感的问题，导流的主要平台以淘宝为核心。2013 年下半年起，由于淘宝政策突然转向，开始限制部分导购平台，蘑菇街、美丽说、团 800 等导购平台不得不转型自营电商。2015 年起，电商导购行业进入发展的第三阶段，互联网流量成本逐渐上行的大背景下，内容驱动型的导购网站开始崭露头角。

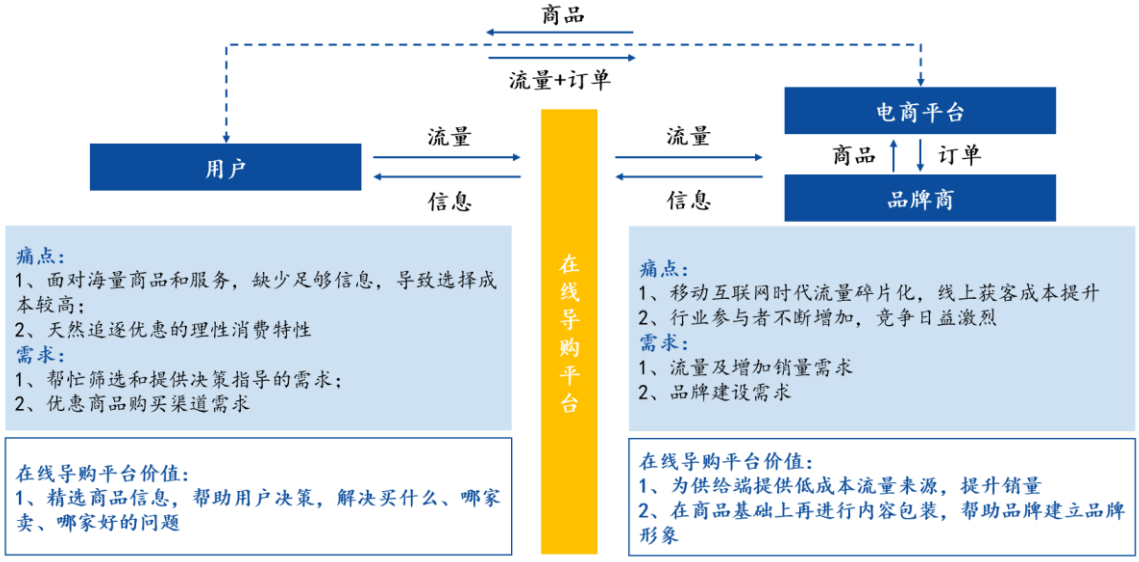
图 25：国内在线导购行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

电商导购的核心在于解决商家流量和销售增长的压力，以及满足消费者的追求最优价格的需求并解决信息过剩的痛点。导购平台链接电商平台、品牌商和用户，一方面将营销和销售经由链接打通，通过精准的投放为电商平台和商家带来高质量的流量。另一方面为消费者提供优质的消费内容或最优的价格，利用信息优势帮助进行消费决策。导购平台通过多样化的内容形式吸引用户进行种草，帮助品牌商深化用户的品牌认知，同时通过优惠刺激用户直接下单购买，“内容+商品”的模式真正做到了“品效合一”。

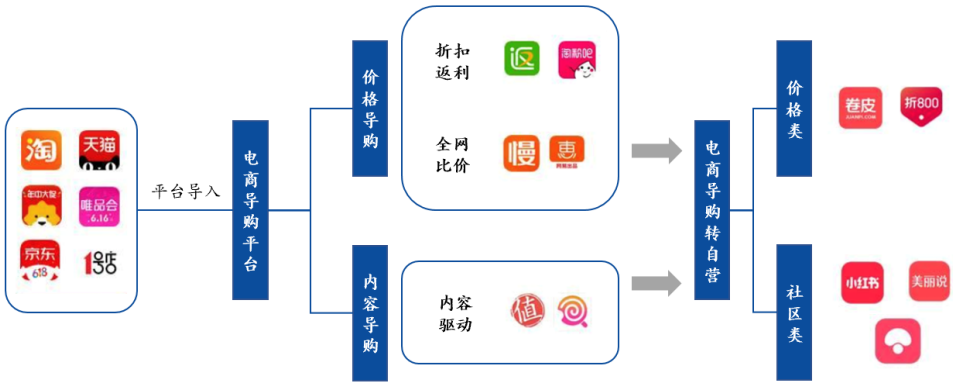
图 26：国内在线导购平台行业产业链分析



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

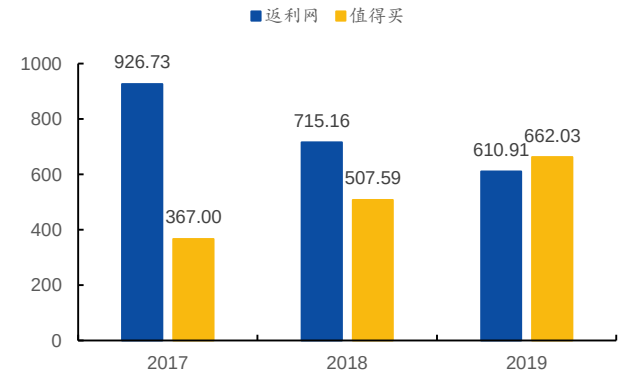
内容类导购平台用户粘性较强，占比不断提升，价值凸显。电商导购平台可大致分为价格类导购和内容类导购。价格类导购主要围绕商品折扣返利、全网比价等功能，吸引价格敏感型用户，导购产品较为同质化，部分仅在服务的电商平台方面有所差异，典型平台包括返利网、淘粉吧等。内容类导购围绕消费内容，常通过运营社区，呈现对商品的深度介绍（价格、功能、优势、特性等）进行导购推广。内容类导购有较高的用户粘性和内容壁垒，代表平台有综合型导购什么值得买、潮鞋潮服导购识货等。在线导购平台早期主要基于商品的价格驱动，为消费者解决价格敏感问题；随着电商行业的发展，导购平台的方向由物转移到人（达人/KOL），从价格走向内容导向，内容类平台的市场份额持续提升。

图 27：国内电商导购平台类型



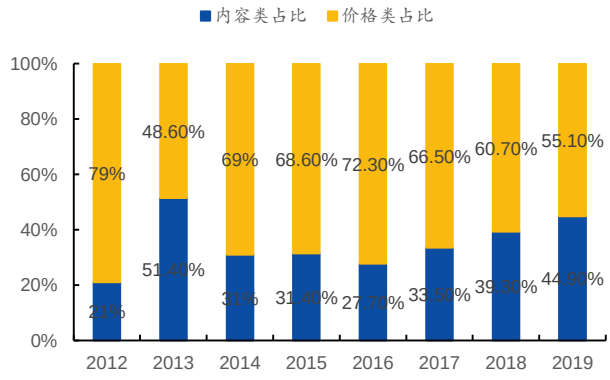
资料来源：艾媒咨询，国元证券研究中心

图 28：价格类导购平台（返利网）和内容类头部平台（值得买）收入对比（百万）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 29：内容类和价格类市场占比情况（%）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

行业格局上，以 GMV、用户规模综合考虑划分梯队，第一梯队代表值得买、淘粉吧、返利网 GMV 过百亿，用户规模过千万。第二梯队代表如识货、有货等，GMV 在 50-100 亿。

表 4：国内行业主要导购平台性质和运营情况（2019 年，除标注）

	淘粉吧	返利网	什么值得买	识货
导购类型	价格类	价格类	内容类	内容类
成立时间	2011	2006	2010	2012
产品定位	天猫淘宝购物件件有返利	为美好生活而省	认真生活好好花钱	运动潮流好物，精选正品好价
用户群体	价格敏感型用户	价格敏感型用户，女性用户为主	中高收入男性，一二线城市为主	18-35 岁年轻男女
服务内容	价格优惠：购物返利	价格优惠：购物返利 社区：图文短视频短内容互动	价格优惠：商品折扣、商品比价 社区：图文短视频短内容、长文内容互动 商品百科：品牌、商品信息知识大全	价格优惠：商品折扣、商品比价 社区：图文短内容互动 商城：自营商城、电商导购、C2C 交易平台 增值服务：鞋服鉴别
商品品类	全品类	全场景消费	全品类	球鞋运动潮流
收入模式	①导购佣金 ②广告收入	①导购佣金 ②广告收入	①导购佣金 ②广告收入	①C2C 交易抽成 ②B2C 电商导购佣金 ③广告收入 ④增值服务
GMV(亿)	100 亿+	100 亿+	151 亿	40-50 亿（2018 目标）
月活（百万）	5	10.6	29.5	1.57（2018.12）

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4. 公司分析：以优质消费内容构建核心壁垒，变现能力强

值得买是国内消费内容平台龙头，相比于小红书定位的生活分享平台，返利网以折扣返利信息核心，值得买侧重于全品类消费内容的生产，其中以“好价”、“社区”、“生活”、“百科”四大频道为核心，“好价”用于为用户提供实时高性价比商品信息，“社区”为用户提供分享购物心得与攻略的平台，“生活”定位于为面向用户泛生活消费场景提供优惠信息服务，包括餐饮、出行、快递、话费、娱乐等；“百科”定位于为用户提供全网各类品牌和商品信息，以及各类消费知识的消费百科全书。

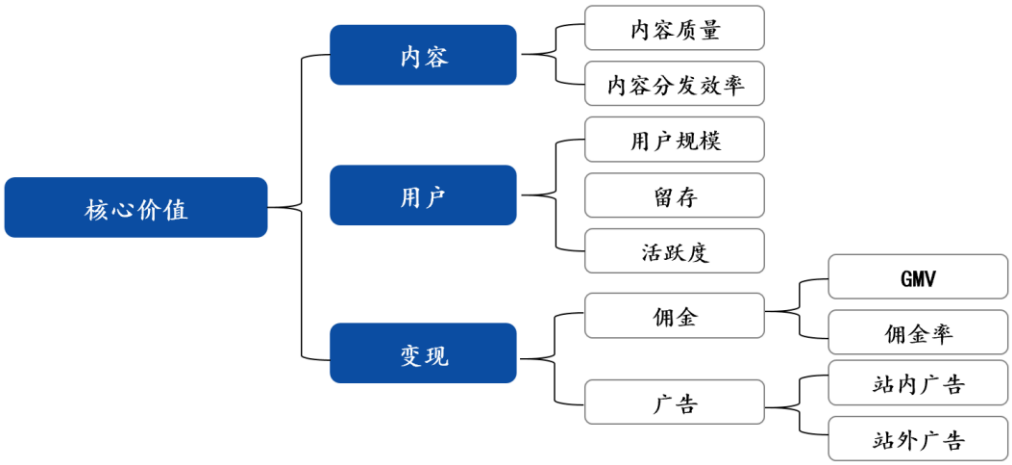
表 5：国内主要内容/价格导购平台差异化比较

	什么值得买	小红书	识货	返利网
导购类型	内容社区+价格优惠	内容社区	内容社区+价格优惠	价格优惠
产品形态	PC+移动 APP	移动 APP	PC+移动 APP	PC+移动 APP
特征	强调消费内容生产，全品类覆盖，品牌概念强，对商品口碑要求严格	强调用户生活内容分享，以美妆个护品类为主，侧重时令热门品牌	融合了自营电商、内容社区、社交电商、二手电商、购物返利等众多玩法	返利导购平台：强调购物得返利，正在努力打造内容社区
功能	**社区：**图文、短视频内容 **优惠：**商品折扣、商品比价 **其它：**商品百科	**社区：**图文、短视频、直播内容 **电商：**自营电商、品牌店铺入驻	**社区：**图文内容 **优惠：**商品折扣、商品比价 **电商：**自营 B2C、C2C 电商 **其它：**鞋服鉴别	**优惠：**购物返利 **社区：**图文、短视频内容
内容建设	**消费内容四大频道：**“好价”，优惠品质商品，引导至第三方电商平台交易；“社区”，购物攻略+使用心得；“生活”定位泛生活服务场景的信息服务，包括餐饮、出行等。“百科”，品牌、商品知识大全	**泛生活主题分享，购物与消费内容是子集**	**围绕购物穿搭，有两个内容频道：**好价，优惠潮流商品，链接第三方电商平台或自营 C2C 平台交易；“社区”，晒物、穿搭分享	购物心得分享图文社区，处于早期阶段

资料来源：平台官网，移动端 APP，国元证券研究中心

作为内容平台，值得买的核心能力体现在内容、用户和变现三个维度。从内容的角度看，主要体现在消费内容的质量、内容的形式（图文、短视频、直播）以及内容的分发效率。值得买通过搭建一套基于 UGC 内容为核心的内容生产体系，通过用户创作激励和筛选漏斗，提升内容质量和数量，通过技术算法提升内容分发效率，并不断探索图文以外的包括短视频、直播等高转化率内容变现形式。用户上，公司用户基础不断扩大，同时用户活跃度和互动性持续提升，业内领先。商业变现上，公司消费内容距离用户最终的商品成交环节很近，整体变现效率较高。模式上通过广告+佣金的模式变现，持续的受益于电商平台及品牌流量焦虑、效果广告预算占比的增加。佣金方面，通过品类扩张和结构优化，整体 GMV 和佣金率具备较大的增长潜力。广告方面，随着用户规模的扩大，公司的广告价值持续提升。同时站外消费内容生态的搭建，有望贡献下一级增长动力。

图 30：值得买的核心分析框架

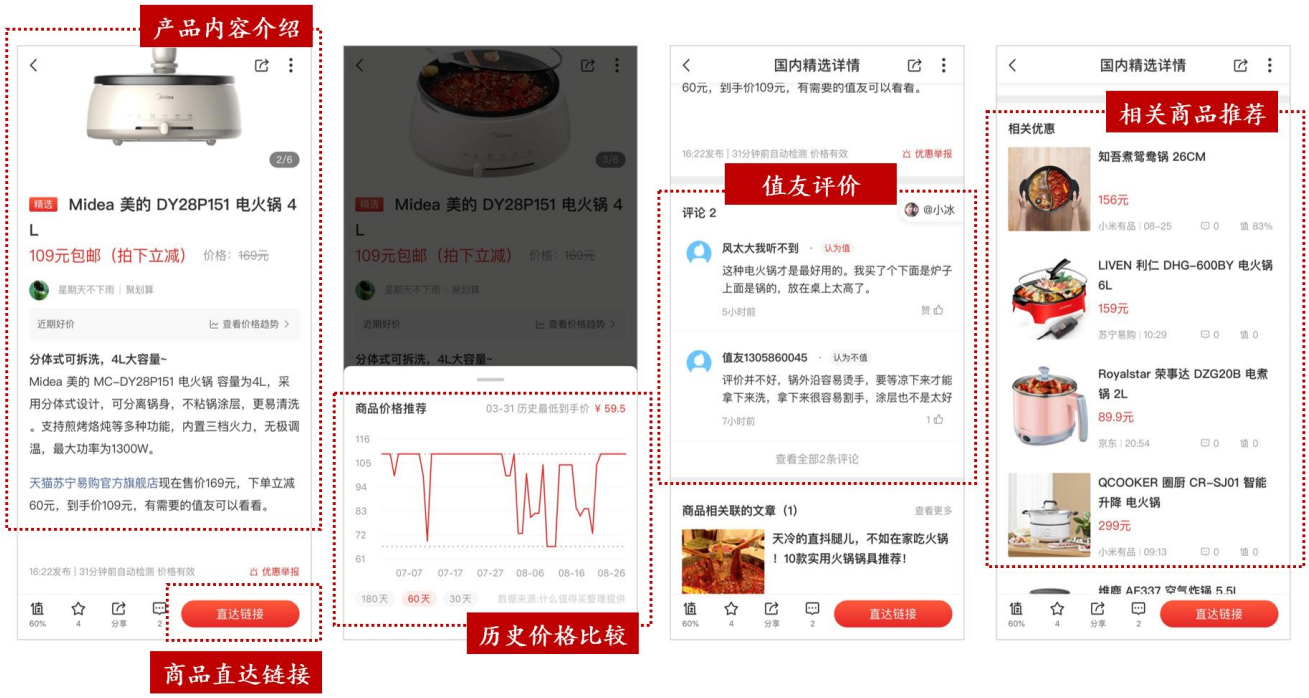


资料来源：国元证券研究中心绘

4.1 内容：直击消费内容变现效率高，UGC 内容运营构建核心优势，社区价值凸显

直击消费内容，转化率高、变现效率高。值得买定位于消费内容，辅助消费决策，内容直接挂钩消费者的购买环节，相比其他内容社区，流量变现链路更短、效率更高。值得买通过提供开放社区、全网价格比较、历史价格呈现等手段，提升消费内容质量，呈现公平、即时、实用、有效的购物信息。

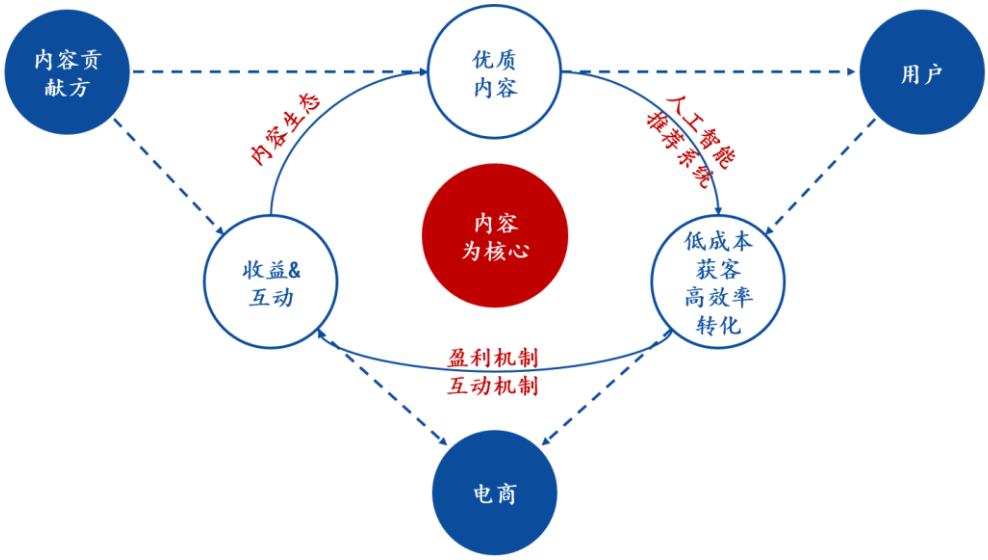
图 31：值得买“好价”频道某品牌电火锅优惠推荐展示



资料来源：值得买 App，国元证券研究中心

值得买社区价值凸显，具备完善的内容生态体系。经过多年的积累，值得买的内容体系已经形成了较为良性的循环机制，结合大数据人工智能推荐技术、用户激励机制、内容审核筛选机制等，用户、内容贡献者以及电商三者作为生态内的三方协同发展形成正反馈，推动公司内容规模、用户规模、客户规模以及盈利规模循环增长。

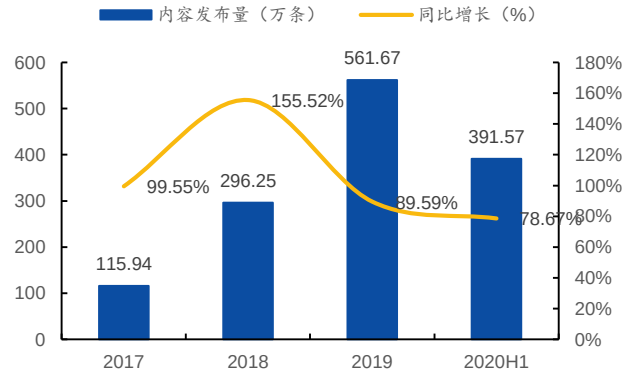
图 32：值得买内容生态体系运营逻辑



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

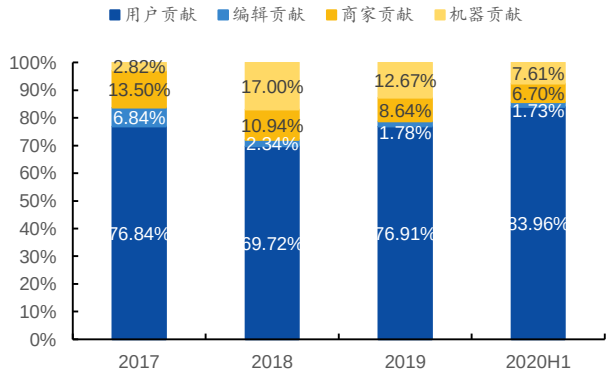
内容生产方面，UGC 内容是核心，占比超七成。值得买内容包括用户贡献（UGC）、编辑贡献（PGC）、商家贡献（BGC）以及机器贡献（MGC，2017 年新增）四大类，UGC 内容占据绝对优势。2020 年上半年内容发布量达 391.57 万条，其中用户贡献 328.75 万条，占比高达 83.96%，连续三年数量翻倍，机器贡献内容占比 7.61%，商家贡献内容占比 6.70%，编辑贡献内容占比 1.73%。公司凭借良好的平台运营，使得用户增长、用户贡献内容增长保持高速。

图 33：值得买内容发布量（万条）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 34：值得买内容类型结构（%）

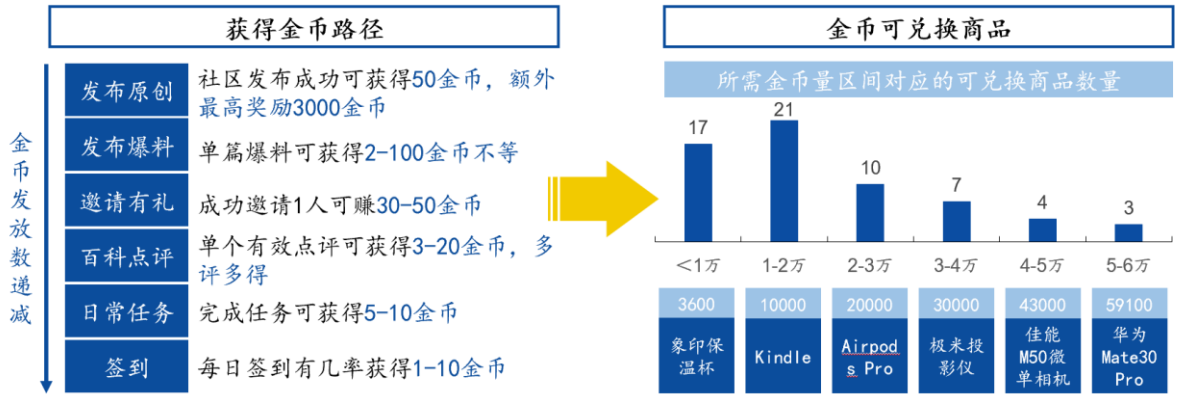


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

平台通过激励制度引导用户进行内容创作，对于原创文章激励较高。公司通过金币奖励兑换实物商品的激励制度提升用户活跃度、鼓励用户内容创作。用户通过签到、

发布内容获得站内金币，并可在“值友商城”兑换实物礼品，奖励商品对应 3000-60000 不等的金币值，如 kindle 兑换价 10000 金币，最快四篇热门原创文章即可换购一台 kindle。另外，公司提供试用评测实物奖励，用户在众测频道免费申请试用后，提供详细评测内容，并通过平台审核即可拥有该商品。平台对于原创文章具有一定奖励倾斜，成功发布一篇原创文章可获得 50 金币，内容效果佳者还可获额外最高奖励 3000 金币，是其他路径的数十倍。

图 35：值得买平台金币奖励获得方式以及可兑换商品情况（换购商品统计时间：2020 年 7 月 2 日）



资料来源：值得买网站，国元证券研究中心

表 6：值得买与同类导购平台内容采纳奖励情况（单位：元）

内容采纳情况	惠惠网	识货	慢慢买	什么值得买
有效爆料	0.5-2	5	0.1-2	0.2-1.8+动态奖励
原创文章	10	10		10-20+动态奖励
精华爆料（首页发布）	2		2	1.8+动态奖励
兑换礼物	优惠券、购物卡、实物礼品	优惠券、实物礼品	优惠券、购物卡、实物礼品	实物礼品、优惠券、购物卡

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

注：数据按照所奖励的金币或积分所对应的人民币金额大致换算计算得出

人工+机器审核，漏斗式筛选内容，保证内容质量；同时品牌与电商入驻要求高。在内容贡献者提优惠信息后，后台系统会自动对于相关优惠信息进行筛选，一方面审核其合规性，另一方面，通过后台系统筛选息中所包含的商品价格、所属商城、品牌、是否爆款、是否新品、促销类型、配送方式、库存数量、内容贡献方特征、是否时令热点、该商品在什么值得买的重复发布频率、是否属于某商城会员专享等信息进行判断和筛选。对于系统无法判断的信息，运营部门相关编辑会进行人工审核，并决定信息是否发布以及发布的位置。对于系统通过判断展现在发现频道中的信息，相关编辑会综合系统数据建议及历史经验判断，对其进行提优，即展现在首页、精选等用户浏览量和关注度更高的位置；优惠信息发布后，值得买平台会对信息进行监控，根据后台数据或者用户的反馈等对相关信息进行处理，例如对商品已变价或者无库存的信息进行标注等。同时平台对质量、物流、售后、口碑等多个维度进行人工考核，把控入驻品牌质量。目前公司仅支持品牌店铺，不支持个人店铺接入，同时对店铺的 DSR 服务评分有高要求，至少不低于 4.8 分，维护平台内容质量。

表 7：值得买用户、内容、品牌商审核制度主要内容

审核类型	用户信息审核	平台内容审核	入驻电商平台及品牌资质审核
具体内容	头像、昵称、访问地址、联系方式等	商品价格、所属商城/品牌；判断爆款、新品、时令热点；核查促销类型、配送方式、库存数量；审核内容贡献方特征、信息发布频率等	知名度、资质、负面报道情况；仅支持品牌店铺，个人店铺不可接入；对店铺 DSR 综合服务评分有高要求（至少不低于 4.8 分）
审核方式	引入腾讯云风控系统	机器+人工双重审核：系统对违法违规内容进行第一轮筛选，随后交由人工审核	人工审核
审核目标	防止机器批量注册等违规行为	有效防止不良信息产生和传播	保证平台电商和品牌质量

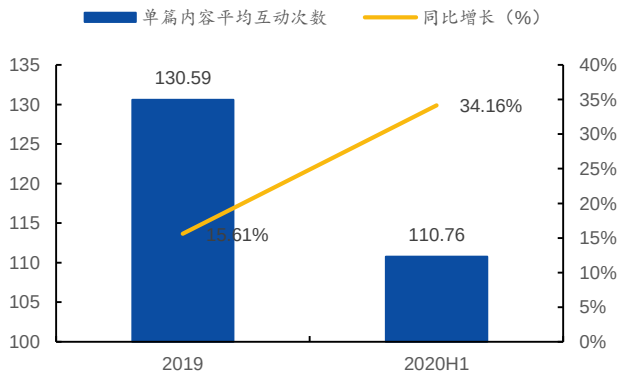
资料来源：招股说明书，公司官网，国元证券研究中心

内容分发上，公司采用高效的千人千面技术，实现内容与用户精准匹配，GMV 转化率与内容互动次数持续提升。能否精准触达潜在消费者是提升 GMV 转化率的关键因素之一，公司坚持技术驱动战略，建设大数据系统，推进人工智能推荐技术在全站的应用，提升用户与内容匹配效率。千人千面推荐技术的应用范围已经从移动端 APP 首页拓展至移动端好价频道、PC 网站首页。自 2017 年千人千面技术上线以来，平台 GMV 转化率（GMV/电商点击量）有明显提升。同时内容互动次数也在持续提升，2020 年上半年，平台单篇内容平均互动次数达到 110.76 次，同比增长 34.16%。

图 36：2016-2018 年值得买 GMV 转化率

资料来源：招股书，国元证券研究中心

图 37：值得买单篇内容互动次数及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：GMV 转化率=GMV/电商点击量，即用户点击什么值得买平台内容上所含电商链接形成的平均交易额

引入短视频、直播，丰富内容形式，提升转化。平台过去以图文内容为主，20 年上半年新增短视频及直播内容形式，用户可在晒物板块分享短视频形式的消费内容，同时接入快手平台热门短视频内容。直播方面，平台正处于探索阶段，上半年自主打造《小编来了》、《行家来了》、《卖爆了超市君》等直播 IP，单场获得了 4w+人次观看，未来将继续在数码、美妆、食品等多个领域开设直播。短视频和直播内容的加入，有望提升内容的丰富度、提升销售转化率。

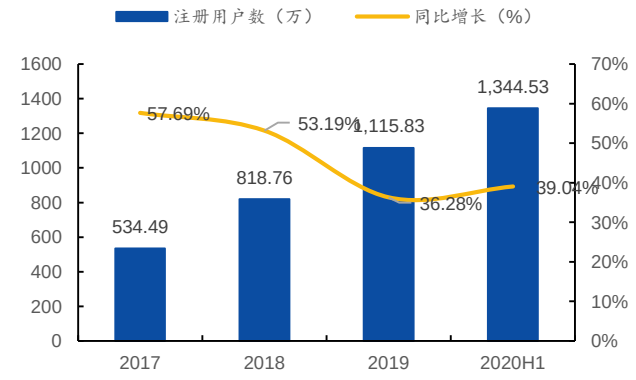
图 38：值得买短视频和直播内容

资料来源：什么值得买，国元证券研究中心

4.2 用户：用户增长提速，活跃度提升明显

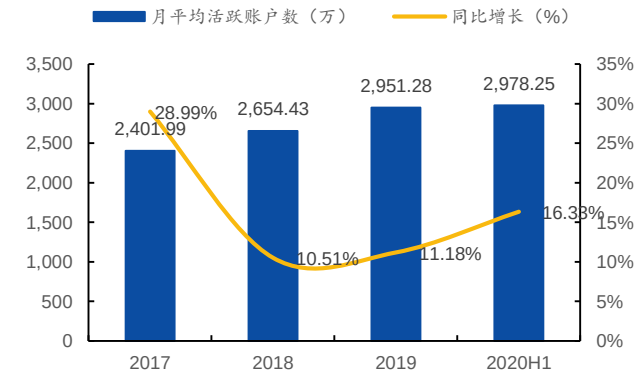
目前公司的月活跃账户数接近 3000 万，上半年增长提速。2020 年上半年公司在市场投放和拉新渠道方面取得一定突破，同时在新用户承接方面也进行了升级迭代，通过对新用户推荐算法的优化、用户任务、比价工具、红包任务等用户产品的上线，帮助新用户快速了解移动客户端 App 的核心价值，显著提升了产品对新用户的吸引力，并通过完善底层数据及运营监控平台实现围绕用户生命周期的精细化运营，促进用户数量的稳定增长。2020 年 6 月底，公司注册用户总数 1344.53 万，同比增长 39.04%，月平均活跃账户数 2978.25 万，同比增长 16.33%，移动端 APP 激活量达到 4190 万，同比增长 31.32%，用户规模持续扩张。同时对标小红书的 2020 年半年度 7558 万（Questmobile 数据）的月活规模，依然具备 2 倍以上空间。

图 39：值得买注册账户总数（万）及增速



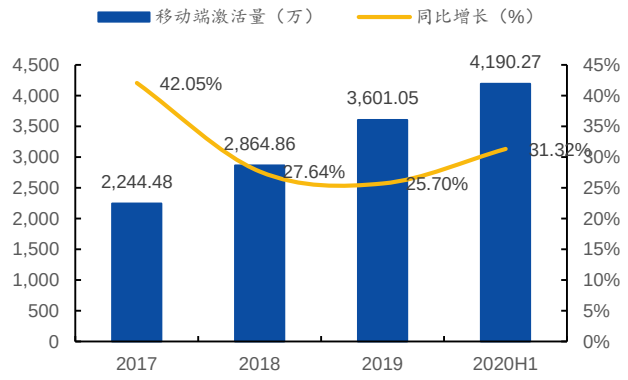
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 40：值得买月平均活跃用户数（万）及增速



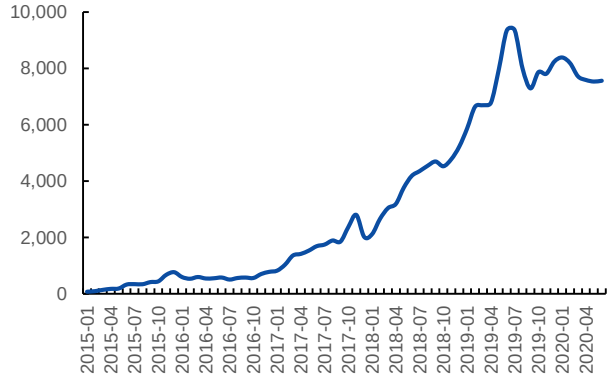
资料来源：公司公告，国元证券研中

图 41：值得买移动端 App 激活量（万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

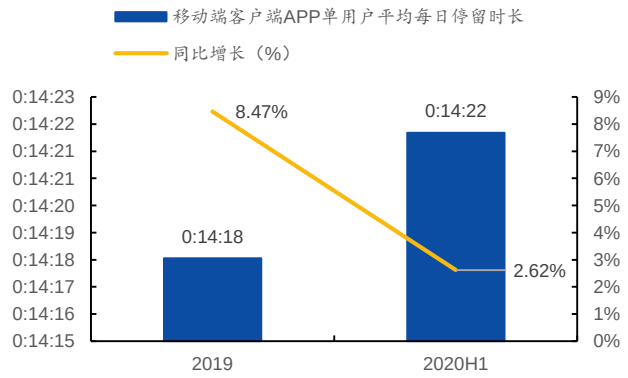
图 42：小红书 MAU（万）



资料来源：QM，国元证券研究中心

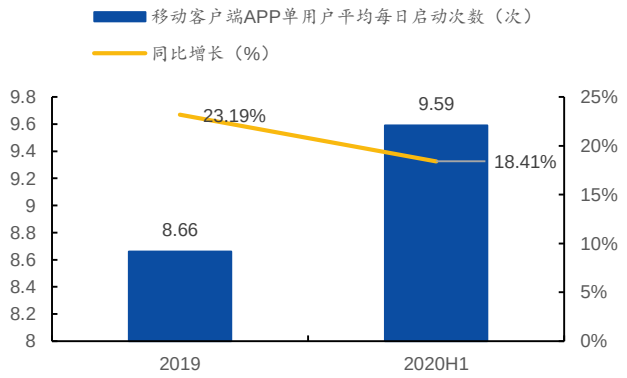
从用户活跃度的角度看，用户停留时长和日启动次数增长明显。公司 2020 年上半年，移动端平均每日启动次数同比增长 18.41%至 9.59 次，平均停留时长同比增长 2.62%至 14 分 22 秒，在用户增长的同时，活跃度有明显提升。

图 43：值得买移动端单用户平均停留时长（分钟）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

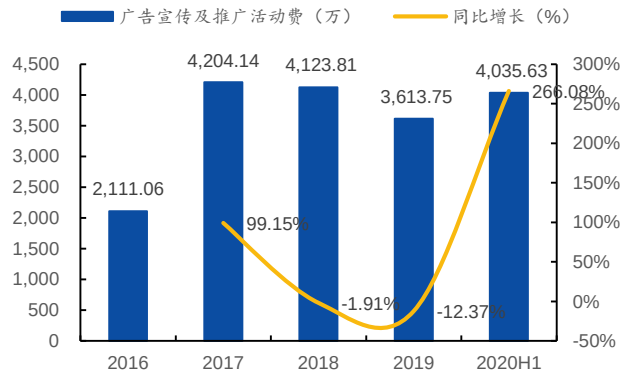
图 44：值得买移动端单用户平均每日启动次数及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

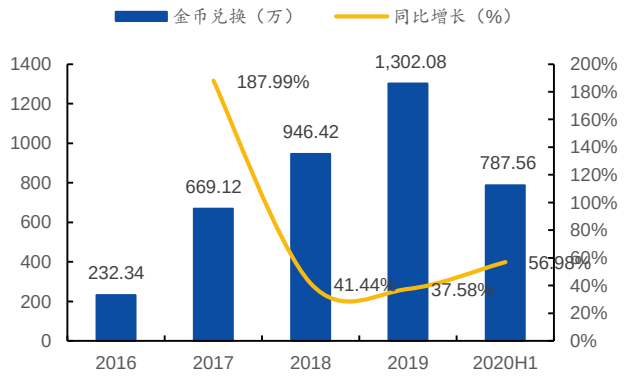
全年用户增长计划更为积极，用户规模持续突破。2020 年上半年值得买月活跃账户数增长提速 5.15 Pct.至 16.33%，用户增长策略相比过去更为积极，上半年市场投放预算达到了去年全年水平，下半年用户规模有望加速扩张。

图 45：2016-2020H1 公司市场推广费用（万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 46：2016-2020H1 公司金币兑换费用（万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4.3 变现：站内拓展品类，站外构建流量生态、切入代运营、MCN

从平台内看，公司近年来不断拓展品类，优化佣金率，拉动 GMV 规模上升。公司核心优势品类集中在数码家电上，2020H1 值得买平台电脑数码和家用电器品类 GMV 占比约 46%，较 2019 年下降近 4pct，公司持续积极扩充商品品类，具有较高佣金率的食品生鲜、日用百货、化妆品、运动服装等占比快速提升，食品生鲜上半年同比增速接近 100%。上半年公司新尝试生活频道，合作商家包括美团、饿了么、口碑等本地生活服务平台，整体佣金率约在 10%，高于传统品类以及食品生鲜等，目前用户量在不断爬坡中。公司扩充品类有助于优化整体佣金率，同时满足消费需求做大 GMV 规模。

图 47：值得买生活频道情况

资料来源：值得买 App，国元证券研究中心

平台外，公司跑通了站外流量变现路径，升级星罗平台，切入 MCN/电商代运营，发力站外流量。2020 年星罗平台战略升级，由过去单纯的数据接口，升级为好物平台。

结合过往值得买在“货”上的优势，在星罗平台上汇集优惠商品。一端链接 KOL，一端链接品牌方/电商平台。KOL 可以在平台找货，赚取佣金，星罗平台则根据不同商品/品类收取相应服务费。同时 2020 年上半年星罗承接了华熙生物抖音小店代运营，公司帮助华熙生物规划每个月在抖音平台上的投放达人合作计划，确定爆品清单、品牌目标人群，据此搜寻相匹配的 KOL，为品牌和达人敲定直播专场、直播混场、短视频、直播等活动。目前，星罗 KOL 合作 100+MCN 机构，3300+达人，为品牌完成从种草到带货到爆款到清仓的全链条服务。

图 48：星罗平台业务模式

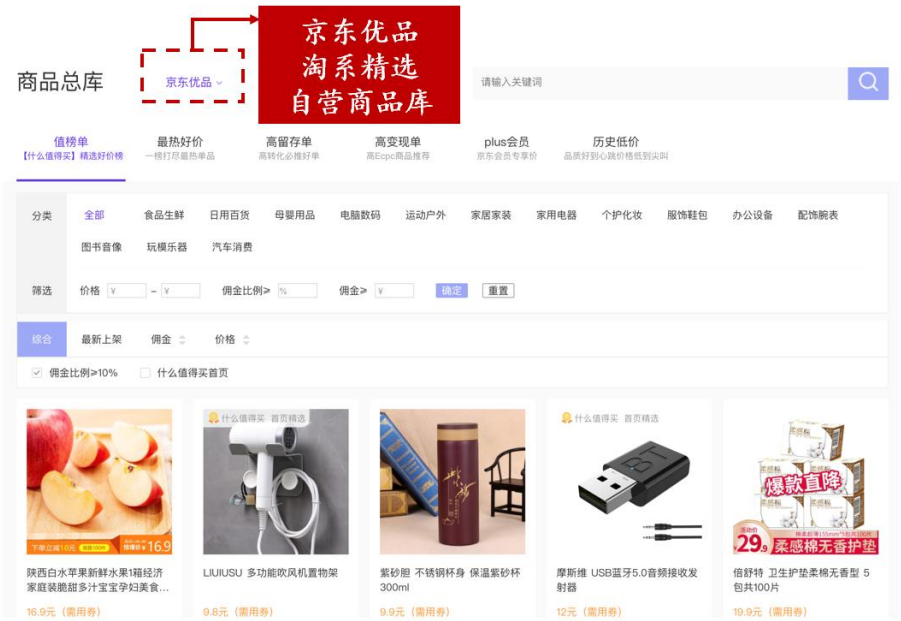
资料来源：星罗战略发布会，国元证券研究中心

图 49：星罗与华熙生物合作-抖音投放

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

利用“货”的优势，吸引达人入驻。目前星罗平台商品库包括京东优品、淘系精选及自营商品库。商品库中部分是过去值得买平台上积累的导购商品，部分是公司与品牌方进行商业拓展，获得的优惠商品资源。合作创作者主要来自抖音、快手，代表合作达人案例有抖音平台涂磊，销售图书，累计卖出 400w+件，抖音平台牛肉哥家族严选（抖音十佳好物推荐官），累计卖出蓝牙耳机 90w+件等。星罗建立了全网雷达数据库，筛选达人与商品信息，提升匹配效率，同时搭建 MRP 系统，全面把控直播前中后期运营。截至 6 月初，星罗平台已经拥有 2w+基础达人数据、5w+商品数据、20w+带货视频效果数据。

图 50：星罗商品库



资料来源：星罗官网，国元证券研究中心

成立视频服务商-多元通道，同时发展站外流量生态，有望与站内资源形成良性协同。过往公司整体广告以值得买平台资源为核心，由于整体内容距离最终的消费购买较近，转化良好，因而得到了品牌主的青睐。为满足品牌主的广告需求、拓宽广告变现路径，公司在 2019 年开始积极布局站外流量，2020 年 6 月，公司成立多元通道网络科技有限公司，定位于打造覆盖全网的消费内容矩阵视频服务商，同时尝试自建 MCN、孵化签约网红等。站外流量的搭建对公司整体业务将起到巨大协同效果，帮助进一步吸收品牌主预算。

图 51：值得买站外服务案例

资料来源：星罗平台，国元证券研究中心

5. 估值分析与投资建议

基本假设：

广告类业务：我们预计广告业务收入随用户数和社区价值提升，站内广告刊例价及售出比持续上升，同时效果类广告的高增长叠加站外广告的协同作用广告收入将保持较好增速，预计 2020/2021/2022 增速为 38%/32%/25%，收入分别为 4.40 /5.81/7.26 亿。

佣金类业务：主要为京东、阿里、拼多多、苏宁等平台进行导流，预计 2020-2022 GMV 增速为 39%/30%/25%，综合佣金率保持稳定，佣金类业务收入增速分别为 31%/31%/25%，对应收入为 4.49 亿/5.87 亿/7.34 亿。

基于以上假设，我们预计公司 2020/2021/2022 营业收入分别为 8.89/ 11.68/14.60 亿，归母净利润分别为 1.58/2.10/2.57 亿，EPS 分别为 1.98/2.63/3.23 元，对应 PE 分别为 58/43/35x，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

行业竞争加剧；头部客户流失风险；新品类拓展不及预期。

财务预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	304.64	723.44	930.68	1200.20	1524.37
现金	6.83	80.57	504.36	638.83	810.11
应收账款	137.82	201.80	250.06	338.36	423.86
其他应收款	2.04	2.04	3.59	4.34	5.28
预付账款	2.71	2.19	6.24	6.40	7.76
存货	0.77	4.85	6.78	6.59	10.16
其他流动资产	154.47	431.99	159.65	205.68	267.20
非流动资产	213.49	316.06	301.26	286.46	271.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	199.81	295.13	281.62	268.12	254.62
无形资产	5.21	5.70	5.28	4.87	4.45
其他非流动资产	8.47	15.23	14.35	13.47	12.59
资产总计	518.13	1039.50	1231.93	1486.66	1796.03
流动负债	95.40	154.05	167.91	184.47	202.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	22.67	38.53	53.32	70.09	87.63
其他流动负债	72.73	115.52	114.59	114.38	114.46
非流动负债	95.05	134.58	158.20	186.64	220.77
长期借款	84.00	118.50	142.20	170.64	204.77
其他非流动负债	11.05	16.08	16.00	16.00	16.00
负债合计	190.45	288.63	326.11	371.11	422.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	40.00	53.33	79.71	79.71	79.71
资本公积	92.60	409.26	409.26	409.26	409.26
留存收益	195.09	288.26	416.85	626.58	884.19
归属母公司股东权益	327.68	750.86	905.83	1115.55	1373.16
负债和股东权益	518.13	1039.50	1231.93	1486.66	1796.03

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	53.49	130.05	121.99	137.65	180.28
净利润	95.72	119.03	157.61	209.73	257.61
折旧摊销	8.32	13.17	15.30	15.30	15.30
财务费用	-1.60	4.04	-0.77	-10.28	-14.16
投资损失	-4.65	-5.10	-4.88	-4.99	-4.93
营运资金变动	-46.17	-0.04	-40.04	-72.29	-74.38
其他经营现金流	1.88	-1.05	-5.23	0.19	0.84
投资活动现金流	-205.63	-395.67	280.16	-41.90	-57.29
资本支出	205.18	128.32	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.10	272.46	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	4.65	5.11	280.16	-41.90	-57.29
筹资活动现金流	69.95	338.91	21.63	38.72	48.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	84.00	34.50	23.70	28.44	34.13
普通股增加	0.00	13.33	26.38	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	316.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-14.05	-25.59	-28.45	10.28	14.16
现金净增加额	-79.79	73.75	423.78	134.48	171.28

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	507.59	662.03	888.63	1168.14	1460.57
营业成本	133.59	188.20	262.15	344.60	430.87
营业税金及附加	11.99	9.81	13.16	17.30	21.64
营业费用	134.72	150.45	217.71	289.70	365.14
管理费用	58.74	83.86	106.64	140.18	175.27
研发费用	72.20	107.48	128.85	169.38	211.78
财务费用	-1.60	4.04	-0.77	-10.28	-14.16
资产减值损失	-2.27	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.40	0.60	0.50	0.50
投资净收益	4.65	5.10	4.88	4.99	4.93
营业利润	106.23	129.78	175.08	231.44	284.19
营业外收入	0.34	0.40	0.31	0.35	0.34
营业外支出	0.16	0.37	0.87	0.59	0.65
利润总额	106.40	129.80	174.52	231.20	283.89
所得税	10.68	10.77	16.92	21.47	26.28
净利润	95.72	119.03	157.61	209.73	257.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	95.72	119.03	157.61	209.73	257.61
EBITDA	112.95	146.98	189.62	236.45	285.33
EPS（元）	2.39	2.23	1.98	2.63	3.23

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	38.31	30.42	34.23	31.45	25.03
营业利润(%)	6.83	22.17	34.91	32.19	22.79
归属母公司净利润(%)	10.99	24.35	32.41	33.07	22.83
获利能力					
毛利率(%)	73.68	71.57	70.50	70.50	70.50
净利率(%)	18.86	17.98	17.74	17.95	17.64
ROE(%)	29.21	15.85	17.40	18.80	18.76
ROIC(%)	23.05	32.54	38.69	43.26	46.95
偿债能力					
资产负债率(%)	36.76	27.77	26.47	24.96	23.54
净负债比率(%)	49.15	46.08	48.05	49.89	51.85
流动比率	3.19	4.70	5.54	6.51	7.54
速动比率	3.19	4.66	5.50	6.47	7.49
营运能力					
总资产周转率	1.19	0.85	0.78	0.86	0.89
应收账款周转率	4.69	3.83	3.86	3.94	3.80
应付账款周转率	7.34	6.15	5.71	5.58	5.46
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.49	1.98	2.63	3.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.63	1.53	1.73	2.26
每股净资产(最新摊薄)	4.11	9.42	11.36	13.99	17.23
估值比率					
P/E	94.60	76.08	57.45	43.18	35.15
P/B	27.63	12.06	10.00	8.12	6.59
EV/EBITDA	77.78	59.77	46.33	37.15	30.79

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。